

耐世特 (1316.HK) 2018 年中报点评

业绩环比修复, L3 级 EPS 订单稳步提升

2018 年 8 月 15 日

投资要点

- ❖ **公司业绩符合预期, 自由现金流大幅提升。**公司 18H1 营业收入为 20.47 亿美元, 同比 +3.7%, 位于我们此前营收指引区间 (+4%到+6%) 的下限; EBITDA 为 3.31 亿美元, 同比 +1.3%。受美国税改影响, 公司上半年实际所得税率为 12.6%, 较去年同期 19.5% 下降 6.9%, 推动公司归母净利润同比增长 11.1%至 2.00 亿美元, 略超此前我们盈利指引区间 (+7%到+9%)。公司 18H1 资本开支率由同期的 4.1%下降至 3.3%, 投资活动现金流出减少 0.36 亿美元, 推动 FCF 同比 +34.4%至 1.83 亿。下属三大合营公司中, CNXMotion、东风耐世特分别贡献投资亏损-1.3、-1.0, 重庆耐世特(长安)产能爬坡符合预期, 上半年扭亏为盈贡献投资收益+0.3 百万美元。
- ❖ **欧洲/南美地区快速增长, EBITDA Margin 环比改善明显。**分地区来看, 18 年 1-6 月美国乘用车市场保持平稳, 累计销售 863.4 万辆, 比去年同期的 845.2 万辆同比 +2.1%, 其中 Light Trucks (SUV+皮卡) 1-6 月销 578.6 万辆, 同比 +10.5%。受北美车市企稳影响, 公司在北美地区收入同比 +2.7%至 13.43 亿美元。亚太地区收入同比 +0.6%至 4.18 亿美元, 排除汇兑收益后实际同比下降 6.3%, 主要由于: (1) 公司配套的上汽通用五菱和神龙汽车上半年销量疲软; (2) 公司配套长安自主和东风自主的收入在合资公司中, 不并到公司营业收入中。欧洲/南美区域业务同比增长 +13.7%至 2.86 亿美元, 刨除汇兑收益后实际同比 +4.8%。此外, 北美地区 EBITDA Margin 与去年同期相比下降 0.4%至 16.3%; 亚太地区下降 0.5%至 21.0%, 欧洲/南美上升 1.4%至 10.1%; 公司综合 EBITDA Margin 为 16.2%, 同比去年的 16.6%下降 0.4%, 但环比 2017H2 上升 0.7%。
- ❖ **在手订单增长至 249 亿美元, L3 级以上的 EPS 订单达 28 亿美元。**公司在手未交付订单由 17 年的 239 亿美元增加至 249 亿美元。当前公司订单结构中 71%均由毛利率较高的 EPS 所构成。总订单中有 54%来自于北美, 26%来自于亚太, 20%来自于欧洲和南美, 未来订单结构的改善有助于减小公司对北美车市的敞口。此外, 在当前 177 亿美元的 EPS 订单中, 16%为可以实现 L3-L5 级的 EPS, 8%为新能源车配套, 但新一代线控转向产品尚未实现订单突破。我们认为, 公司 L3-L5 级 EPS 的单价和利润率都高于上一代 EPS, 新产品订单增长将有助于支撑公司业绩保持高速增长。
- ❖ **转向系统行业处于二次变革前夜, 公司有望成为 ADAS 时代的龙头企业。**转向行业的增长逻辑由此前的“EPS 取代 HPS”转变为“智能驾驶驱动”。公司当前在 ADAS 和线控转向领域技术储备充足, 目前已和多个 OEM 开启 L3 以上级别 ADAS 转向系统和线控转向的同步开发。长期来看, 公司已与大陆汽车合资共同开发一体化 ADAS 解决方案; 与 WABCO 合资计划进入商用车领域 ADAS 领域; 与 Waymo 和通用全面合作, 为 L4 级智能驾驶提供解决方案。随着转向行业壁垒继续提升, 转向行业格局有望持续优化, 看好公司成为转向行业二次变革下的新巨头。
- ❖ **风险因素:** 配套车型销量不达预期; 美国车市增速低于预期; 新产品开发速度低于市场预期; 智能驾驶技术发展进度低于预期。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:** 公司是电动助力转向和智能驾驶的稀缺性标的, 安全边际较高; 公司 L3 级以上的 EPS 订单占比迅速提升, 未来有望成为智能驾驶时代的转向巨头。上调 18/19/20 年净利润预测为 4.05 亿/4.63 亿/5.38 亿美元 (前值为 3.81 亿/4.36 亿/5.09 亿美元), 上调 18/19/20 年盈利预测至 0.16/0.19/0.21 元 (前值为 0.15/0.17/0.20 元) 对应 9.5/8.3/7.1 倍 PE。考虑当期市场风险偏好, 我们认为公司合理估值为 18 年 14 倍 PE, 目标价 17.8 港元 (前值 18.8 港元), 维持“买入”评级。

表 1: 耐世特盈利预测表

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	38.42	38.78	41.12	44.56	49.03
营业收入增长率	14.3%	0.9%	6.0%	8.4%	10.0%
净利润(百万元)	2.95	3.52	4.05	4.63	5.38
净利润增长率	43.5%	19.4%	15.1%	14.4%	16.2%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.12	0.14	0.16	0.19	0.21
毛利率%	17.2%	17.4%	18.1%	18.7%	19.3%
净资产收益率 ROE%	31.0%	28.1%	25.4%	23.7%	22.8%
每股净资产 (元)	0.42	0.56	0.69	0.84	1.05
PE	13.0	10.9	9.5	8.3	7.1
PB	3.6	2.7	2.2	1.8	1.5

资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

注: 股价为 2018 年 8 月 14 日收盘价



买入 (维持)

当前价: 12 港元

目标价: 17.8 港元

中信证券研究部

陈俊斌

电话: 010-60836703

邮件: chenjb@citics.com

执业证书编号: S1010512070001

汪浩

电话: 010-60836732

邮件: wanghao7@citics.com

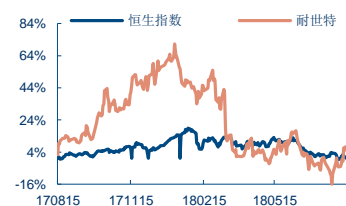
执业证书编号: S1010518080005

联系人: 宋韶灵

电话: 010-60836714

邮件: songshaoling@citics.com

相对指数表现



资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数	27936.57 点
总股本/港股流通股本	2,505.15/2,505.15 百万股
近 12 月最高/最低价	19.96 港元/9.61 港元
近 1 月绝对涨幅	5.63%
近 6 月绝对涨幅	-28.0%
今年以来绝对涨幅	-34.49%
12 个月日均成交额	92.61 百万港元

相关研究

- 耐世特 (01316.HK) 投资价值分析报告—转向系统二次变革, 智能驾驶核心龙头 (2018-03-16)
- 耐世特 (01316.HK) 2017 年年报点评——业绩低于预期, ADAS 值得期待 (2018-03-15)
- 耐世特 (01316.HK) 2017 年中报点评——净利润超预期, 不惧北美车市低迷 (2017-08-16)
- 耐世特 (01316.HK) 投资价值分析报告——技术壁垒高, 增长确定性强 (2017-07-17)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。